

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 17520061151283

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司高管股权激励的动机研究

The Determinants of Executive Equity-based Incentive in

China's listed Firms

周 雨 晓

指导教师姓名: 赵景文 副教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 6 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

论文摘要

即使在充满争议命题的公司治理领域，也很少有别的话题像高管激励这样，在理论与理论之间，理论与实务之间存在如此多令人困惑的对立。从委托-代理理论的角度，对公司的高管实行基于股权的薪酬激励，被认为是比其他手段更为有效的降低公司所有者与经营者之间的代理成本的方式。然而，现有的经验研究结果不能很好的解释上市公司实行或不实行基于股权的薪酬激励的动机。

美国资本市场的制度背景可能是阻碍这一类经验研究的原因，而目前关于美国之外资本市场中实行基于股权的薪酬激励的研究屈指可数。我们的研究选定中国资本市场近年来的一场改革作为研究对象，除了是过去三十年间世界上最大的新兴与转型经济体，中国资本市场的这次改革也由于其特殊的制度特质，为我们的研究提供了良好的载体。特别的是，相对于日德模式下的上市公司，中国的国有上市公司面临着更接近于安格鲁-撒克逊模式下的代理问题，因此在检验传统理论上具有比较优势。

除此之外，我们还关注了上市公司在其高管薪酬契约被迫偏离最优设定时的行为。就我们的了解，此前还没有经验研究检验高管薪酬激励与其他降低公司代理成本手段之间的替代关系。在这里我们再次利用了中国资本市场的制度特质。在制度约束消除后短期内宣布实行基于股权的薪酬激励的上市公司，被认为在制度约束存在的前改革期间，较多地偏离其相应得最优高管薪酬激励契约设定。

我们选取了 104 家次曾经在 2006-2008 年间正式公布高管股权激励方案的上市公司，分析他们实行 EEI 的原因。在控制了会计盈余和市场收益，以及其他公司与高管的特征变量后，我们发现对国有上市公司而言，股权越分散以及风险越低越有动机实行 EEI。而对民营上市公司没有能够到这样的结论。

其次，通过将是否率先实行 EEI 作为偏离最优高管薪酬契约较为严重的替代变量，我们发现在股权激励存在制度约束时，上市公司除了增加对高管的现金薪酬激励，以及存在更多的高管持股外，还通过增加发放现金股利的行为来降低代理成本。这一结论通过几种稳健性检验后仍然显著。

此外，我们还检验了大股东对企业的控制权与高管激励之间的替代关系，我们发现实行 EEI 的民营上市公司控制性股东，在约束存在时期更倾向于保持更高比例的控制权，这一结论与前人的研究相符。而在约束消除后，在高管激励与增强大股东对企业控制权这两种机制的取舍之中，似乎民营上市公司更加青睐后者。在他们实行 EEI 的过程中，表达出的（至少很大一部分）是增强自身对上市公司控制权的意愿。这一现象的原因可能是缘于转型经济体中特殊的法律和投资环境。

关键词：高管股权激励；现金股利政策；股权集中度

Abstract

Even within the academic area of corporate governance, where massive conclusions conflict with each other, the topic about incentives on managers seems like the most puzzling one. From agency theory's perspective, incentives based on firm's equity are considered as more effective than other mechanisms in leading managers to behavior in the interest of the shareholders. However, the existing empirical studies can not explain why or why not firms intend to use executive equity-based incentives.

Institutional background in the US could be part of the causes impede progress of examining determinants of EEI. Besides a handful of literatures on EEI beyond the US, we focus on a reform of China's stock market during recent years. Further than the biggest emerging and transitional economy around the world in past three decades, China's capital market provides us an ideal laboratory to investigate the determinants of EEI since its unique institutional background. In particular, when solving the agency cost between shareholders and managers, China's partially privatized state owned entities face a much more similar situation to those in Anglo-Saxon economies comparing with those in Germany or Japan.

Moreover, our paper shed light on the actions of listed firms when they deviated from their respective optimal incentive contracts with managers. To the best of our knowledge, this is the first empirical study to test the substitute relationship between executive compensation incentives with other measures for reducing agency costs. Here we take advantage of the institutional features in China's stock market again. Whether a listed firm announced EEI plans soon after restrictions were eliminated, is chosen as the proxy variable for whether it deviated from its optimal incentive level during pre-reform period.

We first conduct a logistic model with a sample of 104 EEI cases between 2006 and 2008 to investigate the determinants of listed firms announce EEI. According to our results, for SOEs in stock markets, there is a strong negative relation between listed firm's ownership concentration and the probability that it announce EEI, after controlling for various characteristics of firms and CEOs. We also find the tradeoff between risk and

incentive when the ultimate owner of listed firm is government, which has not been supported in most of prior empirical analysis.

Second, our results show that, in addition to enhance executive's compensation incentive under restricted regulation environment, the companies which deviated from their optimal incentive level, tended to pay more cash dividends than other listed firms. Thus dividend policy, usually regarded as a mechanism to reduce agency cost in the context of developed markets, appears to act as the same function in, at least part of, emerging markets.

Last but not least, in contrast to their counterparts owned by government, the ultimate owners of listed family firms may consider EEI as a legal opportunity to strengthen their controlling power on firms rather than the original meaning of EEI. Our results indicate, without fundamental change about the Capital discriminatory towards non-SOEs in law and investment environment, private entrepreneurs will not have enough motivations to take EEI or other methods imported from developed markets.

Keywords: Executive Equity-based Incentive; Dividend policy; Ownership concentration

目 录

第一章 研究动机 1

第二章 制度背景 7

第三章 研究假设 16

第四章 研究设计 19

第五章 数据来源与样本筛选过程 26

第六章 描述性统计结果 29

第七章 检验结果 35

第八章 结论与不足 47

参考文献 48

致 谢 54

附录一：股权激励相关法规一览 55

附录二：对实质控制人及家族成员实行股权激励的情况列表 56

厦门大学博硕士论文摘要库

Table of Contents

Chapter 1 Motivations.....	1
Chapter 2 Institutional Background.....	7
Chapter 3 Hypothesis.....	16
Chapter 4 Research Design.....	19
Chapter 5 Data sources and Sample selection.....	26
Chapter 6 Descriptive statistics.....	29
Chapter 7 Results.....	35
Chapter 8 Conclusions.....	47
Reference.....	48
Acknowledgements.....	54
Appendix I: Regulations of Executive Equity-based Incentive in China.....	55
Appendix II: List of listed firms awarding equity to ultimate owners.....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 研究动机

即使在充满争议命题的公司治理领域，也很少有别的话题像高管激励这样，在理论与理论之间，理论与实务之间存在如此多令人困惑的对立(GomezMejia & Wiseman, 1997; Devers *et al.*, 2007)。作为验证委托-代理理论的经典命题，高管激励的经验研究结果却常常不能与委托-代理理论完全一致。

首先是(Jensen & Murphy, 1990)发现在他们研究的那个时期，美国上市公司通过薪酬的方式对高管的激励少得惊人，以至于无法用任何已有的理论解释。当基于股权的高管激励(Executive Equity-based Incentive, 以下简称 EEI)开始在美国的资本市场流行以后(Murphy, 1999; Hall & Murphy, 2002)，业绩-薪酬系数得到了一定的提高(Hall & Liebman, 1998)，但人们又困惑于这些公司实行 EEI 的动机。即使是 EEI 的受宠时期，许多经验研究(Yermack, 1995; Bryan *et al.*, 2000)就难以用代理理论解释公司是否实行 EEI (或者，实行 EEI 的程度)的决定因素，(Yermack, 1997) 甚至把 EEI 的动机归结为高管的投机行为。而到了财务舞弊时期^①，更是出现了针对 EEI 的广泛质疑(Chauvin & Shenoy, 2001; Bebchuk *et al.*, 2002; Bebchuk & Fried, 2003; McGuire & Matta, 2003; Lie, 2005)^②。

除了业绩-薪酬线性模型中的系数，另一个代理理论中的重要结论——风险与激励的负相关关系^③(Holmstrom & Milgrom, 1987)——在高管激励的经验研究中更不理想(Prendergast, 2002)。具体到 EEI 决定因素的研究中，除了之前提到不支持代理动机的(Yermack, 1995; Bryan *et al.*, 2000)，(Core & Guay, 1999; Tzioumis, 2008)^④甚至得出完全相反的结论。

实务界的发展^⑤把 EEI 推到了高管激励的核心，而基于 EEI 决定因素的研究却停滞不前。目前大部分关于 EEI 决定因素的研究集中于美国的资本市场，在其他不

^① 指安然、世通等财务丑闻曝光后的几年，以高管股票期权(Executive Stock Option, ESO)为代表的 EEI 被认为在这些财务舞弊案例中扮演消极的作用。

^② 由于 ESO 在美国上市公司的 EEI 中最为普遍，这些质疑很多以针对 ESO 的形式出现，但大多数情况下，质疑的理由对 EEI 同样适用。

^③ 表现在高管激励的命题中就是经营风险与薪酬，以及风险与业绩薪酬系数间的负相关关系。

^④ Core & Guay 1999 的结果在敏感性测试部分。

^⑤ 这里既包括上个世纪 90 年代美国的 EEI 浪潮，也包括上个世纪最后几年在欧洲、日本等发达国家开始的公司治理全球化浪潮。

同经济体下的相关研究极少（除了(Kato et al., 2005) 关于日本的研究和(Tuschke & Sanders, 2003)关于德国的研究）。由于不存在制度约束，美国上市公司上个世纪最后 20 年的 EEI 浪潮可以理解为，交易成本在一个较长期时间内的不断变化，导致公司随之不断调整最优薪酬契约的群体自发行为(Core et al., 2003)。在这样的制度背景下，企业实行 EEI 的行为除了受到自身经营、治理变量的影响，也取决于交易成本改变这一外生的变量。假如存在一种制度背景，对 EEI 的约束在短期内解除，并带来上市公司高管薪酬契约设定的剧烈变动，从而使得在一个截面内观察公司的 EEI 行为成为可能，显然能为我们理解检验 EEI 决定因素及其背后的代理理论提供一种不一样的视角。

在 2005 年前后，中国这个当前最大的新兴与转型经济体进行了一系列针对资本市场的改革^①，上百家上市公司第一次公布高管股权薪酬计划，这是一个简洁而独特的制度背景，它降低了其他可能的噪音，为我们的研究提供了一个理想的载体。本文的第一个初始目的，即是希望通过对此进行分析，并回答：什么是这些中国上市公司实行 EEI 的决定因素。

一个可能的质疑是，在中国这个政府仍然作为大部分上市公司最终控制人的资本市场(Xu & Wang, 1999; Liu & Sun, 2005)中，这样的检验是否有意义。一直以来，国有企业的经营逻辑被认为与民营企业存在很大不同，追求财富最大化之外的其他目标(Shleifer, 1998)，不仅伤害了国有企业的经营效率，而且使得经营业绩并不能完全代表国有企业委托代理关系中的产出。这些属于国有企业的问题，在通过一种中国特有的产权改革方式进入资本市场(Sun & Tong, 2003)的国有上市公司^②中，仍然有可能延续存在(Fan et al., 2007)。

然而一方面，转型期的政府具有格外强烈的动机改善国有企业的经营(Meggison & Netter, 2001)，地方政府尤其如此(Walder, 1995)，在委托人的多种目标中，经营业绩无疑占据了至关重要的地位；另一方面，相较于日德模式^③，或者新兴

^① 包括人大颁布修订的《公司法》、《证券法》，证监会推动的股权分置改革，以及关于股权激励的相关法规等，详见本文第二部分。

^② 本文把实质最终控制人为国有资产管理部门、各级政府、或另一个国有企业的上市公司称为国有上市公司；相对应的其他上市公司称为民营上市公司。

^③ 存在强有力的大股东监管、或银行监管，被认为是日德模式的特征。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库